

RESPONS INVESTOR SEBELUM DAN SESUDAH PENERBITAN SUKUK

Su'ud Wahedi, Zainol Hasan, Musyaffa Rafiqie

suudwahedi@gmail.com , hasansideas02@gmail.com , fiq.dewi@gmail.com

Universitas Ibrahimy Situbondo

ABSTRAK

This research aims to analyze the difference of investors' reaction between before and after the announcement of sukuk or syariah bond by some enterprises which listed in Indonesian Stock Exchange. Based on the observation, there are 34 enterprises which announce sukuk emission, but only 14 enterprises which are decided to become samples in this research. Data of stock price is collected from website of Indonesian Stock Exchange then analyzed by paired sample t-test technique. The result indicates that there is no difference of investors' respond between before and after issuing sukuk. Based on the result, it can be understood that investors do not consider the sukuk emission as crucial issue, so they do not take decision to buy or sell shares in hurry that cause abnormal gain or loss. Suggestion for next research is to expand samples in order to get more robust result.

Keyword: Respons Investor, Penerbitan Sukuk, Bursa Efek Indonesia

PENDAHULUAN

Sukuk merupakan sekuritas utang yang diterbitkan berdasarkan pada prinsip syari'ah islam yang digunakan untuk membiayai pembangunan berwawasan lingkungan dan ataupun proyek lainnya. Penerbitan *sukuk* merupakan alternatif pembiayaan yang biasa dipilih oleh perusahaan sebagai agen dalam merawat pembangunan berkelanjutan (*sustainable development*). Dengan demikian, perusahaan tidak hanya berorientasi pada pemaksimalan keuntungan saja dalam menjalankan bisnis. Lebih dari itu, menjaga manusia (*human*) dan bumi (*planet*) merupakan komponen yang tidak bisa dihindarkan dari tanggung jawab perusahaan.

Investor dan/atau kreditur akan mendapatkan alternatif tambahan dalam memilih sekuritas yang dianggap layak untuk dijadikan objek investasi. Terlebih bagi investor

ataupun kreditur yang memegang teguh nilai-nilai islam. Sebab, *sukuk* berbeda dengan obligasi kendatipun seringkali memiliki tujuan distribusi yang sama. *Sukuk* tidak mengandung unsur riba yang notabene dilarang oleh syari'ah islam. Di samping itu, dalam penerbitan *sukuk* perlu adanya aset yang menjadi dasar penerbitan yang di antaranya meliputi: aset bewujud tertentu; nilai manfaat atas aset bewujud tertentu baik yang sudah ada maupun yang akan ada; jasa yang sudah ada maupun yang akan ada; aset proyek tertentu; dan/atau kegiatan investasi yang telah ditentukan (BEI, 2018).

Berdasarkan pada laporan Otoritas Jasa Keuangan bahwa *sukuk* korporasi selalu mengalami tren kenaikan. Sampai dengan April 2022 nilai akumulasi *sukuk* yang telah diterbitkan oleh korporasi melalui penawaran umum (*initial public offering*) mencapai lebih dari 352 ribu triliun rupiah dan yang masih beredar (*outstanding*) mencapai lebih dari 37 ribu triliun (Otoritas Jasa Keuangan, 2022). Angka ini diyakini akan terus mengalami kenaikan di masa yang akan datang.



Penelitian ini mengkaji bagaimana respon investor pasca unit bisnis melakukan aksi korporasi (*corporate action*) berupa pengumuman penerbitan *sukuk*. Di samping itu, penelitian ini juga mengisi minimnya literatur yang membahas tentang *sukuk* mengingat di Indonesia tema ini relatif masih segar. Harapannya peneliti ini dapat memberikan kontribusi secara konstruktif terhadap pengembangan ilmu pengetahuan khususnya dalam disiplin ilmu keuangan syariah. Selanjutnya dalam atikel ini akan dibahas tentang kajian teori, metode penelitian, hasil dan pembahasan serta diakhiri dengan kesimpulan.

KAJIAN TEORI

1. *Efficient Market Hypothesis*

Hipotesis pasar efisien atau *efficient market hypothesis* (EMH) menjelaskan bahwa harga sekuritas mencerminkan sepenuhnya informasi yang tersedia (Fama, 1991). Lebih lanjut, Fama mengklasifikasikan pasar efisien menjadi tiga bentuk, yaitu: bentuk lemah (*weak form*), pasar bentuk lemah mengindikasikan bahwa harga sekuritas mencerminkan informasi masa lalu; bentuk semi-kuat (*semi-strong form*), pasar bentuk semi kuat mengindikasikan bahwa harga sekuritas mencerminkan informasi masa lalu ditambah dengan informasi masa kini; serta yang terakhir bentuk kuat (*strong form*) mengindikasikan bahwa harga sekuritas mencerminkan informasi sebagaimana bentuk semi-kuat ditambah dengan informasi privat yang diperoleh oleh investor.

Berdasarkan EMH bahwa pasar akan terus mengalami dinamika seiring dengan adanya informasi terkini yang diperoleh oleh pelaku pasar. Informasi memainkan peran penting dalam menentukan harga sekuritas. Kendatipun demikian, setiap pelaku pasar memiliki sensitivitas yang beragam terhadap informasi yang tersedia. Perbedaan inilah yang justru membuat terjadinya permintaan dan penawaran sekuritas sehingga menciptakan ekuilibrium baru.

Harga sekuritas akan terus bergerak mencapai titik ekuilibrium seiring adanya informasi baru yang didapat oleh investor. Dengan demikian, asumsi ini dapat dipahami bahwa harga akan berbeda sesudah dengan sebelum adanya informasi yang baru dirilis. Terlebih informasi yang sangat sensitif seperti penerbitan obligasi ataupun sukuk, sebab hal ini menyangkut biaya penerbitan yang perlu dipenuhi atau dibayar oleh korporasi.

2. *Sukuk*

Sukuk atau sering disebut juga dengan obligasi syariah adalah sekuritas utang jangka panjang yang diterbitkan sesuai dengan prinsip-prinsip islam. Berdasarkan emitennya, sukuk dapat dibedakan menjadi dua, yaitu; sukuk korporasi dan sukuk negara atau yang biasa dikenal Surat Berharga Syariah Negara (SBSN). Di Indonesia, sukuk pertama kali diterbitkan oleh PT Indosat Tbk. (ISAT) pada tahun 2002. Seiring dengan berlalunya waktu instrumen keuangan ini juga dilirik oleh pemerintah. Tercatat bahwa Undang-Undang Nomor 19 tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) diterbitkan oleh pemerintah. Dengan demikian, pemerintah dapat menerbitkan

sukuk untuk pembangunan di Indonesia yang mana pokok serta imbalan balik terhadap sukuk dijamin dalam Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN).

Salah satu tujuan penerbitan sukuk adalah untuk membiayai pembangunan berwawasan lingkungan, sukuk jenis ini sering dirujuk sebagai *green sukuk* atau *green bond* dengan konsep syariah. Dalam *green sukuk framework* dijelaskan bahwa setidaknya ada sembilan sektor yang dianggap layak untuk dijadikan objek pembiayaan *green sukuk*, di antaranya adalah sebagai berikut: (1) energi terbarukan; (2) transportasi berkelanjutan; (3) manajemen sumber daya alam berkelanjutan; (4) pariwisata hijau; (5) pertanian berkelanjutan; (6) pengelolaan limbah; (7) efisiensi energi; (8) pengelolaan energi; serta (9) ketahanan terhadap dampak perubahan iklim (Riana et al., 2020).

3. Pengembangan Hipotesis

Respons investor merupakan keputusan (tindakan) yang diambil (dilakukan) oleh investor untuk menjual, membeli atau menahan saham potensial ataupun yang sudah dimiliki atas informasi baru yang diperolehnya. Beragam macam informasi yang dapat memengaruhi investor dalam pengambilan keputusan, seperti pengumuman tentang pendistribusian dividen; susunan direksi yang baru; *right issue*; harga komoditas seperti emas dan minyak serta lain sebagainya (Shabbir, Kousar, & Batool, 2020). Atas dasar informasi tersebut, diperkirakan akan terjadi pergerakan harga saham. Di samping itu, hasil penelitian Al-Najaf, Salehi, & Al-Maliki (2018) menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan harga saham sebelum dan sesudah datangnya bulan-bulan keramat dalam islam (Rajab, Dzulqo'dah, Dzulhijjah dan Muharrom). Namun demikian, hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H_a = Terdapat perbedaan respons investor sebelum dan sesudah penerbitan sukuk

H_0 = Tidak terdapat perbedaan respons investor sebelum dan sesudah penerbitan sukuk

METODE PENELITIAN

Pendekatan penelitian ini menggunakan kuantitatif dengan jenis eksperimen. Sampel penelitian ini adalah perusahaan *go public* yang menerbitkan sukuk. Sumber data dalam riset ini merupakan sekunder yang diperoleh dari laman bursa efek Indonesia (BEI) berupa rata-rata harga saham sebelum dan sesudah korporasi menerbitkan *sukuk*. Rentang waktu pengambilan data berupa harga saham adalah lima hari baik sebelum dan sesudah penerbitan yang kemudian dirata-rata. Setelah ditabulasi, kemudian data

dianalisis dengan menggunakan teknik *paired sample t-test* untuk melakukan pengujian hipotesis. Bilamana nilai signifikansi (Sig.) kurang dari ($<$) 0,05 atau 5% maka H_a diterima, serata sebaliknya. Sebelum dilakukan pengujian secara statistik, data diasumsikan berupa data rasio serta telah berdistribusi normal sebagai salah satu syarat untuk uji parametrik.

HASIL DAN PEMBAHASAN

1. Korporasi Penerbit (Emiten) Sukuk/Obligasi Syariah di Indonesia

Antusiasme korporasi dalam menerbitkan sukuk di Indonesia terus mengalami peningkatan. Berdasarkan data Otoritas Jasa Keuangan (OJK) per April 2022 terdapat 34 (tiga puluh empat) korporasi yang telah menerbitkan sukuk dengan beberapa seri. Berikut adalah daftar perusahaan penerbit sukuk per April 2022.

Tabel I. Perusahaan Penerbit Sukuk per April 2022

No.	Nama Penerbit Efek (emiten)
1.	PT Indosat Tbk.
2.	PT XL Axiata Tbk.
3.	PT Perusahaan Listrik Negara (Persero)
4.	PT FKS Food Sejahtera Tbk.
5.	PT Bank BRISyariah Tbk.
6.	PT Angkasa Pura (Persero)
7.	PT Aneka Gas Industri
8.	PT Global Mediacom Tbk.
9.	PT Timah (Persero) Tbk.
10.	PT Sumberdaya Sewatama
11.	PT Adira Dinamika Multifinance Tbk.
12.	PT Medco Power Indonesia
13.	PT Sarana Multi Infrastruktur (Persero)
14.	PT Lontar Papyrus Pulp & Paper Industry
15.	Lembaga Pembiayaan Ekspor Indonesia (Indonesia Eximbank)
16.	PT Mora Telematika Indonesia
17.	PT Bank CIMB Niaga Tbk.

18.	PT Sampoerna Agro Tbk.
19.	PT Pegadaian (Persero)
20.	PT Bussan Auto Finance
21.	PT Elnusa Tbk.
22.	PT Polytama Propindo
23.	PT Wijaya karya Persero Tbk.
24.	PT Integra Indocabinet Tbk.
25.	PT Mandala Multifinance Tbk
26.	PT Pembangunan Perumahan (Persero) Tbk.
27.	PT Permodalan Nasional Madani
28.	PT Sarana Multigriya Finansial (Persero)
29.	PT Oki Pulp & paper Mills
30.	PT Intiland Development Tbk
31.	PT Hutama Karya (Persero)
32.	PT Indah Kiat Pulp & Paper Tbk
33.	PT Steel Pipe Industry of Indonesia Tbk.
34.	PT Bumi Serpong Damai Tbk.

Data pada Tabel I diperoleh dari daftar emiten yang menerbitkan sukuk per April 2022. Setiap emiten menerbitkan lebih dari satu kali sukuk dengan periode jatuh tempo yang berbeda-beda. Mayoritas sukuk yang diterbitkan akan jatuh tempo pada tahun 2022 atau pada tahun di mana penelitian ini dilakukan, sedangkan sukuk yang jatuh temponya paling lama dalam penelitian ini adalah tahun 2025, yaitu PT Bumi Serpong Damai.

34 korporasi yang menerbitkan sukuk, hanya 14 korporasi yang memenuhi kriteria menjadi sampel dalam penelitian ini. Hal ini disebabkan tidak semua perusahaan yang menerbitkan sukuk juga *me-listing* sahamnya di Bursa Efek Indonesia (*go public*). Oleh karena itu, hanya 14 saham yang akan dianalisis secara statistik dalam rangka pengujian hipotesis. Perusahaan-perusahaan yang *listing* tersebut adalah sebagai berikut.

Tabel II. Daftar Perusahaan Penerbit Sukuk yang Sahamnya Terdaftar di Bursa Efek Indonesia

No.	Nama Penerbit Efek (emiten)	Rata-rata Harga Saham Sebelum Emisi	Rata-rata Harga Saham Sebelum Emisi
1.	PT Indosat Tbk.	Rp 3.749	Rp 4.105
2.	PT XL Axiata Tbk.	Rp 3.615	Rp 3.693
3.	PT Global Mediacom Tbk.	Rp 621	Rp 576
4.	PT Timah (Persero) Tbk.	Rp 887	Rp 856
5.	PT Adira Dinamika Multifinance Tbk.	Rp7.185	Rp 7.175
6.	PT Bank CIMB Niaga Tbk.	Rp 872	Rp 876
7.	PT Sampoerna Agro Tbk.	Rp 2.336	Rp 2.236
8.	PT Elnusa Tbk.	Rp 227	Rp 243
9.	PT Wijaya karya Persero Tbk.	Rp 1.160	Rp 1.298
10.	PT Integra Indocabinet Tbk.	Rp 784	Rp 823
11.	PT Mandala Multifinance Tbk	Rp 1.226	Rp 1.416
12.	PT Intiland Development Tbk	Rp 153	Rp 152
13.	PT Steel Pipe Industry of Indonesia Tbk.	Rp 287	Rp 296
14.	PT Bumi Serpong Damai Tbk.	Rp 1.019	Rp 992

Dalam rangka analisis data, periode tertentu dipilih secara acak untuk dijadikan dasar pengumpulan data. Hal ini dilakukan atas dasar pada asumsi bahwa setiap kali ada informasi baru yang diperoleh oleh investor maka akan menimbulkan reaksi. Sehingga peneliti memilih secara *random* basis yang menjadi tanggal penerbitan.

2. Hasil Uji Normalitas Data

Salah satu syarat untuk dapat dilakukan uji parametrik ialah data pada variabel yang diteliti perlu dipastikan telah berdistribusi normal (Jr, Black, Babin, & Anderson, 2010). Oleh karena itu, Uji normalitas (uji diagnostik) dalam penelitian ini

menggunakan Kolmogorov-Smirnov dengan bantuan aplikasi *statistical product service solution (SPSS) 24*. Berdasarkan hasil uji sebagaimana ditunjukkan pada Tabel III. menunjukkan bahwa nilai signifikansi 0,001, yakni $< 0,05$ yang berarti bahwa data tidak berdistribusi normal.

Tabel III. Uji Normalitas Data dengan Rata-rata Harga Saham

Test of Normality					
			Kolmogorov-Smirnov ^a		
			Statistic	df	Sig.
Rata-rata	Harga	Saham	,315	14	,001
Sebelum Emisi Sukuk					
Rata-rata	Harga	Saham	,285	14	,002
Sesudah Emisi Sukuk					

Kendatipun demikian, peneliti mencoba untuk melakukan transformasi data dengan cara meng-*log*-kan setiap rata-rata harga saham sebagai salah satu perlakuan untuk menjadikan data berdistribusi normal (Ghozali, 2013). Sebagaimana ditunjukkan pada Tabel IV. bahwa nilai signifikansi setelah dilakukan transformasi data adalah 0,2 atau lebih besar dari ($>$) 0,05 yang berarti bahwa data telah berdistribusi normal.

Tabel IV. Uji Normalitas Data dengan Rata-rata Harga Saham setelah Dilakukan Transformasi Data

Test of Normality					
			Kolmogorov-Smirnov ^a		
			Statistic	df	Sig.
Rata-rata	Harga	Saham	,146	14	,200
Sebelum Emisi Sukuk					
Rata-rata	Harga	Saham	,130	14	,200
Sesudah Emisi Sukuk					

Setelah data dinyatakan berdistribusi normal maka langkah berikutnya adalah melakukan uji dua sampel berpasangan atau *paired sample t-test*. Hal ini dilakukan untuk menguji hipotesis yang telah dirumuskan pada seksi sebelumnya.

3. Hasil Uji *Paired Sample T-Test*

Teknik analisis data yang dianggap tepat untuk digunakan dalam penelitian ini adalah *paired sample t-test*. Teknik ini digunakan untuk sampel yang berpasangan. Data hasil transformasi yang digunakan dalam uji parametrik ini karena telah dinyatakan berdistribusi normal. Berdasarkan pada Tabel V. menunjukkan bahwa nilai signifikansi sebesar 0,189 yaitu lebih besar ($>$) dari 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa H_a dinyatakan ditolak dan menerima H_0 yang berarti bahwa tidak terdapat perbedaan respons investor sebelum dan sesudah penerbitan sukuk.

Tabel V. Hasil Uji *Paired Sample T-Test*

<i>Paired Samples T-Test</i>					
Rata-rata Sebelum Emisi Sukuk,	Harga Saham	Mean	Std. Deviation	Sig. (2- tailed)	
Rata-rata Sesudah Emisi Sukuk	Harga Saham	-0,01021	0,02753	,189	

Hal ini mengindikasikan bahwa investor tidak begitu responsif atau reaktif terhadap aksi korporasi perusahaan dalam bentuk penerbitan sukuk atau obligasi syariah. Investor menganggapnya bahwa informasi penerbitan sukuk sebagai informasi yang biasa saja, sehingga tidak melakukan aksi beli ataupun aksi jual saham yang agresif yang menyebabkan pergerakan harga saham menjadi tidak normal. Secara teoritis, sukuk bukanlah efek yang dapat menyebabkan kinerja saham menjadi menurun (*dilutive securities*) sehingga wajar apabila investor tidak begitu merespons atas aksi tersebut.

Penelitian ini bertolak belakang dengan penelitian Shabbir et al., (2020) yang menyatakan bahwa harga saham bergerak positif sehubungan dengan pergerakan harga emas dan minyak. Artinya, investor mempertimbangkan informasi baru dalam pengambilan keputusan. Di samping itu, penelitian ini didukung oleh penelitian Al-Najaf, Salehi, & Al-Maliki (2018) yang menyatakan bahwa tidak ada perbedaan harga saham baik sebelum maupun sesudah bulan-bulan istimewa dalam islam.

KESIMPULAN

Berdasarkan pada uji statistik parametrik yaitu *paired sample t-test* dapat disimpulkan bahwa tidak ada perbedaan respons investor antara sebelum dan sesudah perusahaan menerbitkan sukuk. Investor di Indonesia cenderung mengabaikan informasi ataupun kebijakan-kebijakan perusahaan yang dianggap tidak dapat mendilusi saham. Namun demikian, peneliti menghimbau kepada pembaca untuk lebih cermat bilamana menggunakan hasil penelitian ini untuk pengambilan keputusan investasi karena minimnya sampel serta data sebelum ditransformasi tidaklah berdistribusi normal.

DAFTAR PUSTAKA

- Al-Najaf, F. A. S. I., Salehi, M., & Al-Maliki, H. S. N. (2018). The Effect of Islamic Aacred Months on Stock Prices in Iran and Iraq Stock Exchanges. *ISRA International Journal of Islamic Finance*, 10(1).
- BEI. (2018). Produk Syariah. Retrieved from <https://www.idx.co.id/idx-syariah/produk-syariah/>
- Fama, E. F. (1991). Efficient Capital Markets: II. *The Journal of Finance*, XLVI(5), 1575–1617.
- Ghozali, I. (2013). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 23*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Jr, J. F. H., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2010). *Multivariate Data Analysis A Global Perspective* (Seventh Ed). United State: Pearson.
- Otoritas Jasa Keuangan. (2022). *Pekembangan Sukuk Korporasi Melalui Penawaran Umum*.
- Riana, N., Sadono, M., Septianto, M., Hardiana, M., Nathalia, D., Sukmajaya, M., ... Aini, A. (2020). *Studi Mengenai Green Sukuk Ritel di Indonesia*. Jakarta: Direktorat Jendral Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko, Kementerian Keuangan.
- Shabbir, A., Kousar, S., & Batool, S. A. (2020). Impact of Gold and Oil Prices on the Stock Market in Pakistan. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 25(50), 279–294. <https://doi.org/0053>